

1
2010

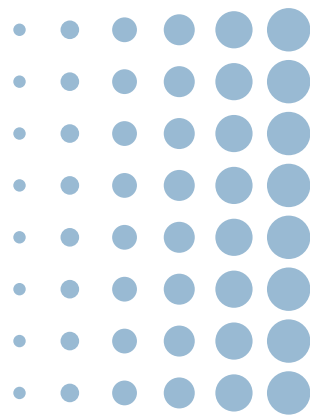


análisis

revista del mercado de valores

NÚMERO 1 EDICIÓN DICIEMBRE 2010
ISSN 2215-9150

Instrumentos regulatorios para fomentar la profundización del mercado de deuda privada en Colombia



Carlos Aldana
Felipe Aristizábal
Claudia Echavarría*

Resumen

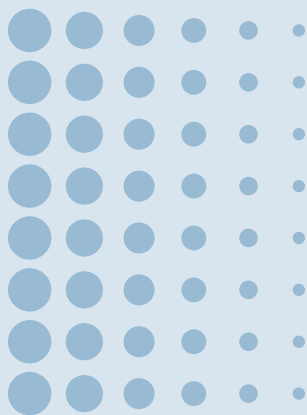
El objetivo del presente documento es presentar, desde el punto de vista normativo, algunas propuestas para incentivar la emisión de nuevos títulos en los mercados de deuda, tanto en lo que respecta a la oferta (emisores) como a la demanda (inversionistas) de ellos. Las sugerencias formuladas han sido agrupadas en cuatro secciones que incluyen propuestas en relación con los siguientes temas: a) el mayor desarrollo del Segundo Mercado, b) los obstáculos regulatorios para la participación en el mercado local por parte de emisores extranjeros, c) las normas de transparencia y homogenización y d) la creación de nuevos vehículos de inversión en renta fija.

Palabras clave: Segundo Mercado, inversionistas calificados, emisores extranjeros, reglas de homogenización, otros vehículos de inversión en renta fija.

Clasificación JEL: G10, G15, G18.

* Los autores son empleados de Banca de Inversión Bancolombia S. A. Corporación Financiera y sus opiniones y comentarios aquí expresados son personales y de ninguna forma comprometen ni representan la posición de la corporación ni la del Grupo Bancolombia.
Correos electrónicos:
caldana@bibancolombia.com.co,
faristiz@bibancolombia.com.co,
clechava@bibancolombia.com.co

Documento recibido:
30 de agosto de 2010.
Versión final aceptada:
15 de octubre de 2010.



Regulatory Instruments to Strengthen the Colombian Corporate Debt Market

Carlos Aldana
Felipe Aristizábal
Claudia Echavarría*

* The authors are employees of Banca de Inversión Bancolombia S. A. Finance Corporation. Their personal views and comments expressed here in no way commit or represent the position of the corporation or the Bancolombia Group.
Email:
caldana@bibancolombia.com.co,
faristiz@bibancolombia.com.co,
clechava@bibancolombia.com.co

Document received:
30 August 2010.
Final version accepted:
15 October 2010.

Abstract

The goal of this document is to suggest, from a regulatory standpoint, certain proposals to promote the issuance of new securities in the debt markets, both with respect to the offer (issuers) and the demand (investors) of such securities. The suggestions herein have been categorized in four sections including proposals in relation with the following topics: (i) further development of the qualified investors' market in Colombia (so called *Segundo Mercado*); (ii) regulatory constraints concerning the participation of foreign issuers in local markets; (iii) transparency and standardization rules; and (iv) creation of new fixed income investment vehicles.

Key words: Qualified investors' market (*Segundo Mercado*), qualified investors, foreign issuers, standardization rules, other fixed income investment vehicles.

JEL classification: G10, G15, G18.

INTRODUCCIÓN

Es bien conocido por todos los agentes que intervienen en el mercado de capitales colombiano que la oferta y la negociación de instrumentos de deuda privada, en relación con los volúmenes totales de negociación de títulos de renta fija, son relativamente bajas¹. Si bien se reconoce el avance de los últimos años, en los cuales ha crecido exponencialmente la negociación de títulos de renta fija, sigue siendo predominante la deuda asociada a entidades del sector financiero, que representa el 74,3% del total en el corrido de 2010². Así las cosas, no se requiere un análisis detallado para concluir que la emisión de títulos de renta fija por parte de empresas del sector real, como alternativa de financiación y en contraposición a la tradicional búsqueda de recursos en los mercados financieros intermediados, es una opción a la que recurren muy poco las compañías en nuestro país.

Por ello, el objetivo de este documento es presentar desde el punto de vista normativo algunas propuestas para incentivar la emisión de nuevos títulos en los mercados de deuda, que naturalmente deberían influir tanto en la oferta (facilidades para los emisores) como en la demanda de los títulos (regímenes de inversión de los inversionistas institucionales). Aunque existen en el mercado soluciones regulatorias muy variadas y potencialmente útiles, tales como los ajustes a los regímenes de valoración de portafolios, la creación de incentivos tributarios para los inversionistas, la institu-

- 1 Como ejemplo, en las cifras consolidadas de la participación de los valores transados en los sistemas de negociación de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) en junio de 2010, el 68,42% correspondió a TES mientras que los bonos apenas representaron el 17,67%. Bolsa de Valores de Colombia (2010). *Mercados mensual, comportamiento de los mercados en junio*. Bogotá, D.C.: Sarmiento, J. E. y Arciniegas J. A. Recuperado el 15 de agosto de 2010 de <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/informesbursatiles>
- 2 Según estadísticas consolidadas de la BVC, que incluyen las emisiones de deuda hasta el 19 de agosto de 2010, es notoria la escasez de emisores del sector real, pues durante los ocho primeros meses del año no alcanzaron la decena: Codensa S.A., Cementos Argos S.A., PA Títulos Home Center, Grupo de Inversiones Suramericana, Carvajal Internacional S.A., Empresa de Energía del Pacífico S.A. E.S.P y Grupo Financiero de Infraestructura (excluimos del listado al PA Transmilenio Fase III, cuyo originador es una entidad pública del orden distrital y a EPM Telecomunicaciones S.A. E.S.P., entidad 100% pública). Bolsa de Valores de Colombia (2010). *Resultados de las emisiones del 2010*. Bogotá, D.C. Recuperado el 15 de agosto de 2010 de <http://www.bvc.com.co>.

cionalización de un mercado de emisores recurrentes, ajustes a los requisitos para la inscripción de programas de emisión, la reducción de tarifas aplicables para los emisores, entre muchas otras, nos centraremos en analizar cuatro propuestas concretas sobre los siguientes temas: a) el Segundo Mercado, b) los emisores extranjeros, c) las normas de homogenización y d) la creación de otros vehículos de inversión en renta fija.

I. SEGUNDO MERCADO

El título tercero del libro segundo de la parte quinta del recién expedido decreto 2555 de 2010 (por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia de los sectores financiero y asegurador y del mercado de valores) regula actualmente el Segundo Mercado. Éste se define como el compuesto por aquellas negociaciones de títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) según la regulación dispuesta en dicho título tercero y cuya adquisición sólo la pueden realizar ciertos inversionistas calificados³.

Dicho Segundo Mercado, existente a partir de la expedición de la resolución 707 de 1994, tiene entre sus objetivos el fomento de la deuda privada⁴. Concretamente, busca facilitarle a

3 Los inversionistas profesionales son quienes están calificados para adquirir los valores del Segundo Mercado, según las normas de intermediación en el mercado de valores del decreto 2555 de 2010 (parte séptima, libro segundo). Así las cosas, de conformidad con los artículos 7.2.1.1.2 y 7.2.1.1.3, podrá tener la calidad de inversionista profesional todo aquel que cuente con la experiencia y conocimientos necesarios para comprender, evaluar y gestionar adecuadamente los riesgos inherentes a cualquier decisión de inversión. Para efectos de ser categorizado como inversionista profesional, el inversionista: (A) deberá acreditar un patrimonio igual o superior a diez mil SMMLV y al menos una de las siguientes condiciones: a) ser titular de un portafolio de inversión de valores igual o superior a cinco mil SMMLV, o b) haber realizado directa o indirectamente quince o más operaciones de enajenación o de adquisición, durante un período de sesenta días calendario, en un tiempo que no supere los dos años anteriores al momento en que se vaya a realizar la clasificación del cliente –el valor agregado de estas operaciones debe ser igual o superior al equivalente a treinta y cinco mil SMMLV–, o (B) pertenecerá a alguna de las siguientes categorías: a) personas que tengan vigente la certificación de profesional del mercado como operador otorgada por un organismo autorregulador del mercado de valores, b) organismos financieros extranjeros y multilaterales y c) entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

4 Sobre la norma se pueden consultar las expectativas de la prensa especializada en Garzón, O. (1994, 10 de octubre). Las ventajas del Segundo Mercado. *Diario*



la mediana empresa los trámites de acceso al mercado de valores y permitirles a los adquirentes, como profesionales en la administración y la gestión de riesgos, diversificar sus portafolios.

No obstante, las estadísticas revelan la baja penetración de la deuda privada en el mercado de valores y que los loables propósitos no se han traducido en una realidad fehaciente. Por ello, identificamos que con la adopción de un paquete modesto de reformas a aspectos específicos de la normativa vigente se conseguiría avanzar significativamente.

A. Inscripción en el RNVE

Hoy en día, quienes pretendan ofrecer públicamente valores para que se negocien en el Segundo Mercado deben inscribir sus títulos en el RNVE y seguir los procedimientos descritos en los artículos 5.2.3.1.8 y 5.2.3.1.12 del decreto 2555 de 2010. De conformidad con tales normas, el emisor debe remitir a la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) una serie de actas, contratos y otros documentos cuyas diferencias son pocas con el régimen general de inscripción en el RNVE para una oferta pública en el mercado principal. Por otro lado, si bien se consagra un régimen de inscripción automática (ya que la inscripción en el RNVE y la autorización de la oferta pública se considerarán aprobadas con el solo envío de la información), la SFC tiene un término de diez días a partir de la fecha de radicación de todos los documentos para efectuar las observaciones que considere pertinentes. En la práctica, el procedimiento ante la SFC se ha traducido en un trámite que aunque puede resultar más ágil que el de la autorización de oferta para el mercado principal, no ofrece aún la celeridad que desea el emisor para su salida al mercado ni una disminución significativa de los costos asociados al proceso.

Así mismo, se exige a los emisores del Segundo Mercado que se sometan integralmente a las disposiciones del título cuarto del libro segundo de la parte quinta del decreto 2555, que comprende las normas de actualización del RNVE⁵. Como consecuencia de

El Tiempo. Consultado el 15 de agosto de 2010 en <http://www.eltiempo.com>.

5 Según el artículo 5.2.4.1.1 del decreto 2555, los emisores de valores deberán mantener actualizado permanentemente el RNVE y remitir a la SFC y a los sistemas de negociación en los cuales se negocien dichos valores las informaciones periódicas y relevantes de que trata el título cuarto.

esas normas, todo emisor en el Segundo Mercado está obligado a remitir al mercado información financiera periódica (de fin de ejercicio y de períodos intermedios), así como reportar un extenso listado de eventos conocidos como “información relevante”⁶.

En nuestro criterio, las emisiones del Segundo Mercado, en cuanto a la inscripción y la actualización de la información en el RNVE, deberían asemejarse al régimen norteamericano de emisiones bajo la regla 144A expedida bajo la *Securities Act* de 1933 (regla 144A) para lograr: a) una colocación de títulos más expedita y b) un régimen de información cuyos destinatarios principales sean los tenedores de los valores.

Según la legislación de los Estados Unidos, toda emisión de valores deberá ser registrada ante la Comisión de Valores (*Securities and Exchange Commission*, SEC)⁷, salvo que por las condiciones de la oferta, no se requiera la intervención del Estado (gobierno federal) para proteger a los potenciales inversionistas. Uno de esos casos es el de las ofertas privadas⁸, en relación con las cuales en 1990 la SEC instituyó la regla 144A, según la cual estará exceptuada de registro aquella oferta de valores que esté dirigida a inversionistas institucionales calificados (*qualified institutional buyers* “QIBs”), siempre y cuando no se hayan listado títulos con condiciones idénticas en un sistema de negociación

-
- 6 En el artículo 5.2.4.1.5 se define *evento relevante* como “toda situación relacionada con él [el emisor] o su emisión que habría sido tomada en cuenta por un experto prudente y diligente al comprar, vender o conservar los valores del emisor o al momento de ejercer los derechos políticos inherentes a tales valores”. Si bien la norma acoge este criterio de materialidad, a juicio de la SFC, la lista de cincuenta y cinco eventos incorporada por la disposición no es enunciativa sino taxativa (concepto 2007073511 del 28 de enero de 2008).
 - 7 La sección 5 de la *Securities Act* de 1933, que impone la obligación de presentarle un registro a la SEC, antes del lanzamiento de una oferta pública de valores, constituye el núcleo de la regulación de valores en Estados Unidos.
 - 8 Dicha excepción quedó plasmada en la sección 4(2) de la *Securities Act* de 1933: “[Estarán exceptuadas del registro las] transacciones de un emisor que no conlleven una oferta pública”. Si bien la normativa no diferencia con claridad la oferta pública de la privada, el famoso caso de la SEC *versus* Ralston Purina Co., 346 U.S. 119 (1953), distinguió que son ofertas públicas aquellas en las que las calidades de los destinatarios de la oferta hacen necesario que se registren los valores ante la SEC, para que los inversionistas tengan acceso a la información que les permita una protección adecuada. Ese “gaseoso” estándar, por fortuna ha sido esclarecido por la SEC al establecer los eventos en los que definitivamente se está ante una oferta privada (*safe harbors*), mediante la regla 506 de la Regulación D de 1982.

en Estados Unidos, el comprador sea debidamente notificado de la naturaleza de las restricciones asociadas a los títulos que está adquiriendo y se le entregue al inversionista al menos una muy sucinta descripción de los negocios, productos y servicios del emisor y una copia de los estados financieros correspondientes a los tres últimos años, que no necesariamente deben ser auditados.

Gracias a la institución de la regla 144A, según estimaciones de la NASDAQ, sólo en 2006 más de un billón de dólares (un millón de millones de dólares) en títulos fueron negociados según esa regla, con un crecimiento del 200% en relación con las emisiones de 2002⁹. Adicionalmente, la regla 144A, utilizada conjuntamente con la Regulación S (la cual permite ofrecer un tramo a inversionistas fuera de los Estados Unidos), es un instrumento de uso común entre los emisores extranjeros que pretenden captar recursos en mercados internacionales.

Aunque no consideramos necesaria ni conveniente la expedición de una normativa que permita desarrollar las ofertas privadas de valores en Colombia¹⁰ –la tendencia universal después de la reciente crisis financiera apunta a una mayor regulación–¹¹, sí

9 Sjostrom, W. K., Jr. (2008). The birth of rule 144A equity offerings. *UCLA Law Review*, 56, p. 409.

10 A diferencia de la regulación norteamericana, el artículo 6.1.1.1.1 del decreto 2555 de 2010 marca una distinción clara entre las ofertas públicas y las privadas en Colombia. Como regla general, se considera como oferta pública de valores “aquella que se dirija a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas, con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías”. En contraposición, las ofertas privadas no requerirán previa inscripción en el RNVE ni autorización, sin perjuicio del delito de captación masiva y habitual de dineros (art. 316, Código Penal). En este punto, vale la pena señalar que si bien el decreto 2555 sólo recogió y reexpidió las normas sin modificar las previamente existentes (entre ellas, la resolución 400 de 1995), se amparó para su expedición en las facultades de intervención del artículo cuarto de la ley 964 de 2005 (marco del mercado de valores), pero al parecer no tuvo en cuenta que bajo tales facultades, en lo que respecta a la noción de oferta pública (art. 4, lit. b), debió atender que son ofertas públicas “aquellas que se dirijan a personas no determinadas o a sectores o grupos de personas relevantes, o que se realicen por algún medio de comunicación masiva para suscribir, enajenar o adquirir valores”.

11 Es notable la adopción en los Estados Unidos de la ley conocida como *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, sancionada el 21 de julio de 2010. Aunque no se ha definido expresamente si bajo esta ley la SEC hará modificaciones al régimen actual de la regla 144A, es posible que con la Regulación AB por lo menos las titularizaciones emitidas de conformidad con

creemos útil por lo menos que se flexibilicen los requisitos para la inscripción y actualización en el RNVE, de modo que se propenda a mayores emisiones de deuda privada, sin que ello represente un riesgo para el mercado.

Como una primera medida, es importante que se adelanten procedimientos que garanticen que los artículos 5.2.3.1.8 y 5.2.3.1.12 del decreto 2555 configuren una verdadera inscripción automática. En ese sentido, la norma debería hacer claridad para que se entienda automáticamente registrada la emisión¹², una vez recibida la documentación completa y cumplidos cada uno de los requisitos legales, llegado el vencimiento del término establecido para el efecto.

Como complemento a la propuesta anterior y en aras de la protección del mercado, sugerimos que en toda emisión que se inscriba automáticamente en el Segundo Mercado participe en calidad de asesor un estructurador con la idoneidad, la experiencia y el respaldo patrimonial necesarios, quien verificará que la documentación sea fidedigna, completa y sin omisiones que revisitan materialidad. Si bien la regulación actual expedida por la SFC exige una constancia de un asesor en banca de inversión para todo proceso¹³, no le brinda la misma seguridad al inversionista la constancia expedida por un asesor reconocido que la de uno que esté apenas evaluando su primera emisión.

Al respecto, bien vale la pena recordar que la asesoría profesional para la estructuración de los procesos de emisión y colocación está exceptuada de la aplicación de las normas que reglamentan las funciones, actividades, deberes y obligaciones de las asesorías, ya que no se considera que ella constituya una acti-

la regla 144A se vean sujetas a normas de revelación y suministro periódico de información (aplicable a los *asset backed securities*), sin distinguir entre ofertas públicas o privadas.

12 Algo similar a como sucede con los fondos de capital privado. De conformidad con el artículo 5.2.2.1.3 del decreto 2555, “se entenderán inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores –RNVE– los valores que emitan las carteras colectivas cerradas y escalonadas, así como autorizada su oferta pública, una vez la Superintendencia Financiera de Colombia autorice su constitución y el reglamento respectivo. Igual tratamiento tendrán los documentos representativos de participaciones de los fondos de capital privado, una vez se remita a la Superintendencia Financiera de Colombia la documentación relativa a su constitución” (el énfasis es nuestro).

13 Véase la resolución 2375 de 2006 de la SFC, artículo 5º, numeral 10, literal A.

vidad de intermediación de valores¹⁴. Por lo tanto, actualmente la banca de inversión que estructure un proceso de emisión, tanto en el mercado principal como en el Segundo Mercado, ni debe actuar a través de personas naturales inscritas y autorizadas en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores (RNPMV), ni está sujeta a los deberes generales y especiales de los intermediarios del mercado de valores.

En consideración de lo anterior y sin ánimo de proponer que toda asesoría en banca de inversión sea considerada como actividad de intermediación, vemos deseable que por lo menos en las emisiones de deuda privada inscritas automáticamente en el Segundo Mercado estén estructuradas por una entidad vigilada por la SFC que actúe a través de profesionales inscritos en el RNPMV y ante el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) y que cuente con autorización para realizar tales actividades y una solvencia patrimonial representativa, como podrían ser una sociedad comisionista de bolsa de valores, una sociedad comisionista independiente de valores o una corporación financiera.

Adicionalmente, sería útil que una vez enviados los documentos a la SFC, el emisor no contara con un mes (como sucede actualmente según el artículo 5.2.3.1.13 del decreto 2555 de 2010), sino con seis meses para iniciar su proceso promocional dirigido a los potenciales inversionistas, con el propósito de tomar ventaja de las oportunidades del mercado.

B. Actualización en el RNVE

En segundo término, existe un temor fundado de la empresa privada en Colombia en cuanto a permitir el acceso público a todos los eventos reportados como información relevante¹⁵, por los costos que ello implica, por la ausencia de infraestructura para atender dicho reporte o por la eventual pérdida de competitividad, entre otras muchas razones. Por ello, consideramos que los emisores de títulos que se negocian exclusivamente en el Segundo Mercado aunque sigan obligados a alimentar el RNVE con la información financiera periódica (título 4, libro 2, parte 5, decreto 2555 de 2010), por lo menos deberían estar exceptuados del suministro

14 Véase el decreto 2555 de 2010, artículo 7.1.1.1.3, parágrafo segundo.

15 Véase la nota 6.

de información relevante al público a través del RNVE¹⁶, a semejanza de la regla 144A.

En contraposición a lo anterior, para efectos de la debida protección a los tenedores, el prospecto de información deberá: a) indicar los medios que serán utilizados por el emisor para informarles oportunamente a los inversionistas profesionales que hubieren adquirido los valores¹⁷ sobre todo evento materialmente relevante y b) detallar qué información (adicional a la financiera que se publicará en el RNVE) se suministrará periódica y privadamente, la cual, pese a su origen y naturaleza puramente contractual, generará unos estándares mínimos de mercado (*benchmarks*) que redunden en beneficio de los inversionistas. Para la entrega de dicha información privada se podría incluso pactar en el contrato de suscripción un deber de confidencialidad, en cabeza del respectivo inversionista profesional¹⁸, advirtiendo, eso sí, que el uso que los inversionistas hagan de dicha información para efectos de su adquisición, valoración o negociación no implica en medida alguna una contravención al régimen de información privilegiada o una violación del deber de confidencialidad.

II. EMISORES EXTRANJEROS

Al igual que las nobles intenciones de la normativa sobre el Segundo Mercado enunciadas en el acápite anterior, no desconocemos que la regulación del mercado de valores contempla desde hace varios años la posibilidad de que los valores emitidos por

16 Se podría adoptar para ellos una excepción, tal como se prevé para los organismos multilaterales en el artículo 6.14.1.1.4 del decreto 2555: “Los organismos multilaterales de crédito no estarán sometidos al régimen general de información relevante previsto en este decreto”.

17 “Relevante” de conformidad con el criterio de materialidad del artículo 5.2.4.1.5 del decreto 2555, calificado a juicio del emisor según sus situaciones particulares y concretas, y no de conformidad con la lista taxativa del mismo artículo. A propósito de la taxatividad, vemos que las regulaciones extranjeras acuden más bien a un criterio de materialidad. Sólo por citar dos ejemplos, la regulación de los Estados Unidos obliga al emisor (sección 13(a) de la *Securities and Exchange Act* de 1934) a diligenciar la forma 8-K ante eventos materialmente relevantes y la orden EHA/1421/2009 de España incorpora siete criterios para que los emisores distingan qué es relevante.

18 Así sucede bajo la regla 144A. Véase a Sjostrom, W. K., Jr., op. cit., p. 441.

emisores extranjeros sean ofrecidos o negociados en Colombia¹⁹. Tanto las entidades de regulación²⁰ como el legislador han manifestado su compromiso con el desarrollo y la profundización del mercado de valores colombiano a través de su internacionalización²¹. Lo anterior en adición a iniciativas de la Bolsa de Valores de Colombia, tales como el Mercado Global Colombiano y la integración de las bolsas de Colombia, Perú y Chile, a las cuales nos referiremos más adelante.

No obstante, la realidad del mercado de valores de Colombia aún dista bastante de la de un mercado internacional. En la actualidad existen apenas dos valores de emisores extranjeros registrados recientemente en el RNVE²² (ambos títulos de renta variable) y ninguna emisión exclusivamente dirigida al mercado local.

Cabe preguntarse, entonces, ¿por qué no se han logrado los objetivos de internacionalización fijados por el legislador, el regulador y la propia Bolsa de Valores de Colombia? ¿Cuáles son los obstáculos que desincentivan la participación de emisores extranjeros en el mercado local? ¿Acaso los costos asociados al proceso de autorización, emisión, colocación y mantenimiento superan los beneficios que pueda representar para un emisor extranjero el tener sus valores de renta fija listados en el mercado local?

En primer lugar, identificamos que los costos asociados a los tiempos y procedimientos de autorización son un factor determinante para los emisores extranjeros, ya que el mercado de valores de renta fija en los diferentes mercados internacionales está impulsado en gran medida por el arbitraje de las tasas de interés entre

-
- 19 Rescatamos los avances en la materia, ya que mientras el artículo 3.2.3.15 del decreto 653 de 1993 (entonces Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores) sólo contemplaba la posibilidad de que emitieran bonos los gobiernos extranjeros (y no particulares del exterior), bajo la resolución 933 de 2001 (la cual modificó la resolución 400 de 1995), los valores debían formar parte de una oferta general dirigida a otro u otros mercados de valores diferentes al colombiano, requisito que se eliminó con la expedición del decreto 1564 de 2006. Véase el artículo 6.11.1.1.1 del decreto 2555.
- 20 En su momento, la Sala General de la Superintendencia de Valores, y hoy en día, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
- 21 Además de las contribuciones de la resolución 933 de 2001, expedida por la Sala General de la Superintendencia de Valores, y del decreto 1564 de 2006, ya citados, no debemos olvidar el decreto 3886 de 2009 y la ley 964 de 2005.
- 22 Las acciones ordinarias de Pacific Rubiales Energy Corp., inscritas el 21 de diciembre de 2009, y las acciones ordinarias de Canacol Energy Ltd., inscritas el 26 de julio de 2010.

dichos mercados. Este arbitraje se desarrolla en el breve tiempo en el que un emisor tiene una ventana de oportunidad para acceder a un mercado específico que ofrece tasas más competitivas, antes de que éstas alcancen los niveles de los demás mercados comparables.

Cuando se analizan las ventanas de oportunidad señaladas puede inferirse que los costos y tiempos inherentes al proceso de autorización para la inscripción de valores en Colombia (particularmente, en relación con la preparación de la información y la documentación necesarias) pueden llegar a frustrar el objetivo perseguido por el emisor del exterior.

A continuación ofrecemos una serie de hipótesis sobre cómo se podría solucionar esta problemática.

A. Costos asociados a la preparación y divulgación de información relevante

Como se explicó en la sección A del capítulo I, la regulación colombiana acerca de la preparación y divulgación de información relevante puede implicar costos significativos para los emisores (nacionales o extranjeros), en tiempo, infraestructura y competitividad, entre otros.

Si bien la definición general de “evento relevante” contemplada en nuestra regulación corresponde a los estándares internacionales²³, la lista taxativa de eventos establecida en el decreto 2555 de 2010 comprende un número significativo de eventos que no requieren divulgación bajo la regulación de otros mercados. Por otra parte, los tiempos establecidos en la regulación colombiana para la divulgación de esta información pueden parecer exigentes en comparación con otras regulaciones²⁴.

De esta manera resulta evidente cómo para un emisor extranjero que tiene sus valores listados en otras bolsas de valores puede resultar excesivamente gravoso cumplir con los tiempos y crite-

23 Véase la nota 6.

24 En los Estados Unidos se establece la obligación de reportar la información relevante durante los cuatro días hábiles siguientes a la ocurrencia del evento relevante (véase la forma 8-K para la presentación de información relevante bajo la sección 15 o 15 (d) de la *Securities Exchange Act* de 1934). En el mismo sentido, la Ley del Mercado de Valores de México y la circular 11-11 de 1984 establecen distintos términos para el reporte de la información relevante según el tipo de información de que se trate.

rios de divulgación establecidos en Colombia. Además, el emisor deberá cumplir con los plazos y criterios de divulgación de información que le son aplicables en el mercado o mercados en que se encuentran listados sus valores.

En este sentido, hacemos eco a la sugerencia formulada en varias ocasiones por la Bolsa de Valores de Colombia y por otros participantes en el mercado de adoptar una regla similar a la establecida en los Estados Unidos, según la cual los emisores extranjeros sólo están obligados a radicar ante el regulador de ese país la información que ellos: a) hagan o deban hacer pública bajo las normas aplicables en la jurisdicción de su domicilio, b) radiquen o deban radicar ante una bolsa de valores donde estén listados sus valores y la cual sea publicada en dicho mercado o c) distribuyan o deban distribuir a sus accionistas o inversionistas, “prontamente” después de publicados los reportes o comunicados respectivos²⁵.

Así las cosas, consideramos que, en la medida en que en la regulación del domicilio principal o de la bolsa de valores en que estén inscritos los valores del emisor extranjero se establezcan normas de divulgación de información relevante compatibles con el régimen colombiano²⁶, los intereses de los inversionistas nacionales se verán suficientemente protegidos, en tanto reciban la misma información que los inversionistas de los otros mercados en que actúe dicho emisor, en forma simultánea con los inversionistas de los otros mercados.

B. Requisito de inscripción en una o más bolsas reconocidas internacionalmente²⁷

A diferencia del obstáculo descrito en el numeral anterior relativo a los emisores extranjeros cuyos valores se encuentran

25 Véase la forma 6-K para los reportes de información de emisores extranjeros privados, bajo la reglas 13a-16 o 15d-16 según la *Securities Exchange Act* de 1934.

26 Este requisito se podría acreditar, por ejemplo, con una opinión legal emitida por un abogado de la jurisdicción correspondiente.

27 A la fecha de preparación de este artículo (noviembre 13 de 2010) existe un proyecto de modificación a los artículos 6.11.1.1.1. y 6.11.1.1.2. del decreto 2555 de 2010, que establece los requisitos que deberá acreditar un emisor extranjero en forma alternativa al requisito de tener sus valores inscritos en una o más bolsas de valores internacionalmente reconocidas, a juicio de la SFC. En nuestro concepto, algunos de los requisitos contemplados por el proyecto como alternativa a la inscripción de los valores en otras bolsas, no guardan relación con la exención otorgada y pueden resultar aún más gravosos que dicho requerimiento.

listados en bolsas de valores de otras jurisdicciones, otros emisores extranjeros también se pueden ver afectados por la regulación vigente si desean listar y ofrecer públicamente sus valores exclusivamente –o en primer lugar– en el mercado colombiano.

Éste puede ser, por ejemplo, el caso de una filial de una sociedad colombiana en el exterior, cuyo mercado natural sea el colombiano y no la jurisdicción en la que ella se encuentre incorporada, ya sea porque la filial está domiciliada en una jurisdicción con un mercado de valores menos desarrollado que el nuestro o en un país donde la filial no cuenta con el reconocimiento con el que cuenta la matriz en Colombia.

En nuestra opinión, la exigencia para el emisor extranjero de tener los valores inscritos en una o más bolsas internacionalmente reconocidas, además de subjetiva, luce innecesaria considerando que, en cualquier caso, los emisores extranjeros que deseen inscribir sus valores en el RNVE están sujetos a los mismos requisitos y la documentación que se les exige a los emisores nacionales²⁸.

C. Costos transaccionales asociados al vacío en el régimen cambiario aplicable a la oferta de valores de emisores extranjeros

Consideramos que existe un vacío en la regulación cambiaria que constituye un obstáculo adicional y material para la oferta pública de valores de emisores extranjeros inscritos en el RNVE.

El numeral 3 del artículo 36 de la resolución externa 8 de 2000, expedida por la junta directiva del Banco de la República, contempla dentro de las operaciones que deben canalizar los residentes en el país a través del mercado cambiario los “giros al exterior originados en la colocación a residentes en el país de títulos emitidos por empresas del exterior y de gobiernos extranjeros o garantizados por éstos, por parte del emisor o su agente en Colombia, siempre que la respectiva emisión sea autorizada por la Superintendencia de Valores”.

No obstante lo anterior, de acuerdo con la sección 10.4.2 de la circular reglamentaria externa DCIN-83 del Banco de la

28 A modo de ejemplo, véase el artículo 6.11.1.1.2 del decreto 2555: “Además de los requisitos generales previstos para el prospecto en el presente decreto, tratándose de emisiones realizadas por entidades extranjeras el mismo deberá contener” (el énfasis es nuestro).

República²⁹, los intermediarios del mercado cambiario están autorizados para recibir depósitos en moneda legal colombiana de personas naturales y jurídicas no residentes en el país, siempre que los recursos en moneda legal provengan de ciertas actividades específicas, entre las cuales no se encuentra la colocación a residentes en el país de títulos emitidos por no residentes, con excepción de las entidades multilaterales de crédito. De conformidad con lo anterior, los no residentes (distintos a entidades multilaterales de crédito) no están facultados para abrir una cuenta de ahorros o corriente en una entidad financiera colombiana con el fin de depositar los ingresos provenientes de la colocación.

En nuestra opinión, tales recursos podrían ser depositados en cuentas abiertas para dicho efecto por el agente colocador, un agente de pagos o el administrador de la emisión en Colombia, quienes, en virtud del mandato conferido por el emisor, estarían facultados para comprar las divisas correspondientes y remitirlas a la cuenta en el exterior del emisor, a través del diligenciamiento de una declaración de cambio por servicios, transferencias y otros conceptos (formulario No. 5). De igual forma, consideramos que se podría utilizar el mismo mecanismo en relación con el pago de capital e intereses a los inversionistas.

Si bien el mecanismo propuesto podría subsanar en parte el vacío normativo mencionado, éste no constituye un sustituto perfecto pues, por una parte, el Banco de la República no se ha pronunciado oficialmente sobre él y, por otra, la utilización de intermediarios para la apertura y administración de cuentas bancarias en Colombia genera costos transaccionales adicionales para los emisores extranjeros. En suma, la falta de claridad de la regulación puede constituir un obstáculo para el emisor extranjero o incrementar los costos de transacción de forma considerable.

D. El Mercado Global Colombiano y la integración de las bolsas de valores de Chile, Colombia y Perú

A pesar de los inconvenientes antes mencionados, no podemos dejar de referirnos a las más recientes iniciativas lideradas por la Bolsa de Valores de Colombia, Deceval y la SFC para la internacionalización del mercado colombiano. Se destacan en esta mate-

29 A su turno, expedida de conformidad con el numeral 1, literal (d), artículo 59 de la resolución 8 de 2000.

ria el Mercado Global Colombiano y la integración de las bolsas de valores de Chile, Colombia y Perú en el llamado Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).

El Mercado Global Colombiano³⁰, que se espera entre en operación para títulos de renta variable antes de finalizar el presente año, constituirá una alternativa muy atractiva para los emisores extranjeros que deseen tener listados sus valores en la bolsa de Colombia, sin necesidad de inscripción en el RNVE, siempre y cuando su negociación esté limitada a los llamados inversionistas profesionales³¹. Dado que esta alternativa no supone la inscripción de los valores en el RNVE ni la vigilancia del emisor ni de sus valores por parte de la SFC, las dificultades y costos señalados al respecto en los numerales anteriores no se presentarían en este caso.

Por otra parte, en virtud de la expedición del decreto 4087 del 4 de noviembre del presente año y del acuerdo suscrito por la Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa de Valores de Lima y la Bolsa de Valores de Colombia, el Mercado Integrado Latinoamericano entrará en una primera etapa de integración tecnológica en relación con los valores de renta variable de dichos mercados, a partir del 22 de noviembre del presente año. Consideramos que una vez se extienda esta integración a valores de renta fija, en una etapa posterior, el Mercado Integrado Latinoamericano constituirá otro importante avance hacia un mercado de deuda privada más internacional y profundo.

Aunque celebramos la existencia de estos proyectos, consideramos que no se puede lograr un verdadero desarrollo y una profundización del mercado de valores colombiano hasta tanto no se hayan superado las dificultades señaladas en los numerales anteriores.

III. REGLAS DE HOMOGENIZACIÓN

Fomentar la vinculación de nuevos emisores al mercado de deuda privada es tan deseable como lo es la estandarización de los pro-

30 Regulado en el decreto 3886 de 2009 –hoy recogido en su integridad por el decreto 2555 de 2010–, expedido en virtud de la facultad de intervención otorgada por el legislador en el párrafo segundo del literal (a) del artículo 7º de la ley 964 de 2005, en relación con la negociación en el mercado de valores colombiano de valores emitidos en el extranjero que no se encuentren inscritos en el RNVE.

31 Definidos en el artículo 7.2.1.1.2 del decreto 2555 de 2010. Véase la nota 3.

ductos y de los procesos para alcanzar el desarrollo armónico de un mercado.

La estandarización conlleva múltiples beneficios: permite el desarrollo de un sistema de formación de precios con menos fricciones al alcanzar un mayor nivel de liquidez y profundidad, ayuda a reducir los costos transaccionales al hacer posibles las economías de escala y permite disminuir los riesgos operativos, dado que es posible parametrizar los sistemas de apoyo y control. Además de esto, la estandarización hace posible el desarrollo organizado de nuevos productos y el empaquetamiento de los ya existentes.

Todas estas ventajas redundan en beneficios para los emisores. Desde el punto de vista de la gestión de activos y pasivos, una compañía debe diseñar su estructura de financiación de capital de acuerdo con la naturaleza de sus activos. La estandarización hace posible la consecución de estos recursos a un costo muy competitivo, pero trae como desventaja la poca flexibilidad.

Para los proveedores de capital y en particular para los administradores de portafolios, las ventajas de la estandarización también son múltiples, ya que negociar productos homogéneos permite la comparación de alternativas de inversión sobre bases equivalentes, y la existencia de *benchmarks* de mercado hace más eficiente el proceso de determinación de precios para nuevas emisiones, sólo por citar dos ejemplos.

Sin embargo, dado que el proceso de estructuración de portafolios consiste en la administración de riesgos para alcanzar objetivos de rentabilidad en términos absolutos o relativos, es de vital importancia que el administrador de portafolios cuente con herramientas e instrumentos que le permitan lograr exposiciones definidas a factores particulares³², entendidos como riesgos. Si bien los activos clásicos (acciones y bonos ordinarios) proveen exposición a distintos factores, difícilmente es posible diseñar estrategias que

32 El uso de los llamados *factor portfolios* como método para la estructuración de carteras de inversión se ha expandido notablemente en los últimos años. Esta metodología le permite al administrador de portafolios su estructuración con un perfil de riesgo particular, a través del uso de modelos multifactores. Para más detalles sobre esta metodología, véanse DeFusco, R., & McLeavy, D. W. (2010). *Derivatives and Portfolio Management*. CFA Program Curriculum. *Quantitative Methods for Investment Analysis*. Capítulo 64. Charlottesville, Virginia: Pearson Custom Publishing.

permitan alcanzar exposiciones hechas a la medida de factores particulares. Por esta razón, consideramos que la inclusión de las propuestas que se presentan más adelante, en el marco del artículo 6.1.1.1.5 del decreto 2555 de 2010 (que incluye las disposiciones conocidas como “reglas de transparencia y homogenización”), ayudaría a que el mercado cuente con valores que se ajusten de manera más precisa a las necesidades de un administrador de portafolio.

Por otra parte, la posibilidad de diseñar estructuras de financiación que reconozcan la naturaleza irregular o tardía de los flujos de caja de un proyecto permitiría que un universo completo de proyectos pueda acceder a los recursos provistos por el mercado de capitales o, por lo menos, que su acceso a dicho mercado sea más temprano.

Hasta ahora se ha partido de la premisa de que el mercado de capitales es una alternativa para la financiación de la porción de deuda de los proyectos. Los beneficios de las medidas que se exponen en esta sección son aún más profundos y estructurales cuando se consideran proyectos que, por su magnitud y horizonte de maduración, deben acceder a mercados distintos al mercado intermediado para captar parte de los recursos necesarios para su desarrollo pues, de no hacerlo, simplemente serán descartados o pospuestos.

Aclaremos, por lo tanto, que cuando en el presente documento se propone modificar las normas de homogenización, en ningún momento se está haciendo referencia a la eliminación del marco de la estandarización. En lugar de esto, la propuesta está encaminada a mantener un marco de estandarización de referencia, pero con un espectro de determinación de parámetros más amplio que el actual.

A continuación se propone un conjunto de ajustes que, al ser contemplados a la luz del artículo 6.1.1.1.5 del decreto 2555 de 2010³³, ampliarían notablemente la gama de parámetros que pueden definirse en un proceso de estructuración de una emisión de valores de contenido crediticio, lo que aumenta considerable-

33 La norma original de la resolución 400 de 1995, expedida por la Sala General de la Superintendencia de Valores, ha sido modificada por las resoluciones 179 de 2002, 137 de 2002, 514 de 2002 y 274 de 2004, actualmente recogida por el decreto 2555 de 2010.

mente las posibilidades para emitir valores que se ajusten a las necesidades de los demandantes y proveedores de capital de la manera más eficiente, de acuerdo con las condiciones de mercado prevalecientes.

A. Cálculo de intereses

Con respecto al cálculo de intereses, se sugiere la posibilidad de permitir la emisión de títulos de contenido crediticio cuyos intereses se calculen con base en una tasa cupón escalonada, para el caso de papeles emitidos a tasa fija, y un *spread* escalonado para el caso de papeles emitidos indexados a una tasa flotante. Para ambos casos, la estructura de los escalones debe estar definida desde el momento de la emisión. Además, se considera conveniente la posibilidad de incorporar pisos o techos para la determinación de la tasa de interés de referencia, que acotarán la base para el cálculo de intereses. La motivación fundamental para la fijación de un nivel techo sería limitar el costo financiero para el emisor y para la fijación de un piso sería la de mejorar las condiciones económicas del inversionista y así disminuir el nivel del *spread* sobre la tasa variable exigido en la emisión.

La justificación para este par de propuestas tiene dos dimensiones. La primera está asociada a la estructura de los flujos de caja de los proyectos financiados con los recursos provenientes de estas emisiones. En su mayoría, los proyectos están caracterizados por presentar flujos de caja negativos los primeros períodos y luego comienzan a generar recursos que van creciendo gradualmente hasta estabilizarse o alcanzar un estado de crecimiento estacionario. La segunda dimensión está relacionada con el impacto que tiene una modificación en el patrón regular de los flujos de caja sobre la estructura de riesgo de mercado de un título particular. Una vez más, es importante recordar que las características particulares de riesgo-retorno de un activo son relativamente irrelevantes en el proceso de estructuración de portafolios y que los factores que realmente importan al momento de considerar si adicionarle o no un nuevo activo a una cartera existente son su covarianza promedio con el resto de activos del portafolio y su impacto con respecto a la vida media, la duración, la convexidad y la KRD (*key rate duration*) del portafolio.

B. Pago de intereses

De acuerdo con las reglas para el pago de intereses, éstos “sólo podrán ser pagados al vencimiento del período objeto de remuneración. Tales períodos serán mensuales, trimestrales, semestrales o anuales”³⁴. Con respecto a esta regla, se propone ampliar su alcance, de tal manera que se considere la posibilidad de emitir títulos de contenido crediticio cuyos intereses puedan ser pagados período vencido, es decir, al vencimiento de los títulos³⁵. Además de lo anterior, se considera valioso incorporar en esta regla la posibilidad de estructurar títulos que contemplen períodos de gracia para el pago de intereses. Una vez más, desde el punto de vista de la demanda de capital, esta flexibilidad amplía el universo de potenciales emisores que verían en el mercado de capitales la disponibilidad de recursos en las condiciones que se ajustan a la naturaleza de los proyectos que están desarrollando.

C. Títulos cero cupón

La consideración de títulos cuyo rendimiento dependa exclusivamente de la apreciación de capital es una herramienta de gestión del portafolio sumamente valiosa. Este instrumento permitiría eliminar completamente, durante su vigencia, el riesgo de reinversión³⁶. En ese sentido, un título cero cupón representa un instrumento que elimina una capa de incertidumbre —léase riesgo— a la que se tiene que enfrentar un inversionista si desea lograr una exposición al riesgo de crédito de un emisor particular. Además de esto, desde la perspectiva de un emisor, un título con estas características se convierte en un complemento al conjunto de

34 Numeral 1, artículo 6.1.1.1.5, decreto 2555 de 2010.

35 La naturaleza de estos títulos es bastante similar a la de los títulos cero cupón. La diferencia radica en que en un título cero cupón no paga intereses, mientras que en un título con pago de intereses período vencido los intereses se causan periódicamente, pero éstos sólo se pagan al vencimiento. Es así como para un título cero cupón es conocido el pago total al vencimiento (que corresponde sólo a la porción de capital), pero para un título cuyos intereses se paguen período vencido, esto no es necesariamente así. Por ejemplo, para el caso en donde la causación de intereses está indexada a una referencia variable, no es posible saber con certeza cuál será el valor de los intereses que se pagarán al vencimiento.

36 Las fuentes potenciales de rendimiento de un título de renta fija son: a) los intereses periódicos; b) la reinversión de los flujos de caja generados y c) la apreciación (depreciación) de capital. Fabozzi, F. J. (2004). *Bond markets, analysis and strategies*. Capítulo 3. Upper Saddle River, NJ: Pearson Prentice Hall.



mecanismos para estructurar, con una eficiencia en los costos, el portafolio de deuda que financiará un proyecto o al emisor mismo. La posibilidad de aumentar la vida media del portafolio de deuda permite tener una flexibilidad financiera que mejore notablemente el perfil crediticio del emisor en el corto plazo.

Al final del día, el mercado es quien debe juzgar la conveniencia de una estructura en particular. La dinámica de la interacción entre la oferta y la demanda en un momento dado determinará qué tanto premiar o castigar una característica incorporada en una emisión particular.

IV. VEHÍCULOS DE INVERSIÓN EN RENTA FIJA

Finalmente, en este apartado se pretende abrir el debate sobre los beneficios que se derivarían de reconocer la deuda privada no inscrita en el RNVE como una inversión admisible para las administradoras de fondos de pensiones y compañías aseguradoras, a través de un vehículo regulado equivalente a los fondos de capital privado (entendidos en el contexto delimitado por el decreto 2555 de 2010³⁷), que por oposición a éstos (*private equity funds*³⁸) podrían denominarse “fondos de deuda privada” (*private debt funds*).

El conjunto de estos recursos asociados a deuda podría constituir una nueva clase de activo dentro de la esfera de las inversiones alternativas, entendidas como el conjunto de clases de activos que se caracterizan por su iliquidez, la dificultad para definir su precio de mercado, la imposibilidad de definir su precio en el con-

37 Véase el artículo 3.1.14.1.2 del decreto 2555 de 2010, según el cual (definición recogida del art. 81, decr. 2175 de 2007) los fondos de capital privado son “carteras colectivas cerradas que destinen al menos las dos terceras partes (2/3) de los aportes de sus inversionistas a la adquisición de activos o derechos de contenido económico diferentes a valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores”.

38 De acuerdo con la definición propuesta por Yves Courtois, Tim Jenkinson y el Instituto CFA en la publicación “Private equity valuation”, los fondos de capital privado (*private equity funds*) son aquellos que invierten sus recursos en títulos de contenido participativo (*equity*) que no están inscritos en ninguna bolsa o sistema transaccional. El conjunto de estos activos constituyen una clase de activo completamente independiente, que se encuentra circunscrita en el marco de las inversiones alternativas. Véanse Courtois, Y., & Jenkinson, T. (2010). *Alternative Asset Valuation and Fixed Income*. CFA Program Curriculum. *Private equity valuation*. Capítulo 47. Charlottesville, Virginia: Pearson Custom Publishing.

texto de un mercado globalmente integrado (riesgo de segmentación) y la limitada historia sobre su desempeño medido en función de la rentabilidad y el riesgo³⁹. Los activos que poseen estas características requieren un rendimiento en exceso para ser objeto de inversión en el contexto de los mercados internacionales⁴⁰.

El mercado de capitales debe contar con un arsenal de instrumentos para lograr canalizar el capital hacia proyectos productivos. Estructuralmente no debería existir un sesgo que privilegie un mecanismo particular para financiar proyectos o compañías. En particular, no se debería favorecer el uso de instrumentos de contenido participativo sobre los instrumentos de contenido crediticio –o viceversa– para su financiación. Dependiendo de las características propias de cada prospecto de inversión y de los objetivos del inversionista, uno u otro instrumento podría resultar más eficiente para alcanzar la exposición deseada.

Si bien los fondos de capital privado, tal como están definidos en el artículo 3.1.14.1.2 del decreto 2555⁴¹, no excluyen de su política de inversión a los activos a los que se ha hecho referencia hasta ahora, en la práctica los límites impuestos de acuerdo con el régimen de inversión de las sociedades administradoras de fondos de pensiones obligatorias⁴² (AFP) y de las compañías ase-

39 Para más información sobre esta caracterización, véanse Solnik, B., & McLeavey, D. (2010). *Derivatives and Portfolio Management*. CFA Program Curriculum. Global investments. Capítulo 66. Charlottesville, Virginia: Pearson Custom Publishing.

40 En un estudio publicado en 2003 por Terhaar, Staub y Singer se mostró cómo las inversiones alternativas han exhibido una prima por liquidez que compensa al inversionista por la imposibilidad de rebalancear continuamente su portafolio. Adicionalmente, estas inversiones han exhibido una prima por segmentación que compensa al inversionista por el riesgo tomado al invertir en un activo para el cual no es posible definir un precio en el contexto de un mercado global integrado.

41 Véase la nota 37.

42 De acuerdo con el decreto 2955 de 2010, por el cual se modificó el decreto 2555 de 2010 en relación con el régimen de inversión de los fondos de pensiones obligatorias, no más del 5% de los activos combinados de los fondos moderados administrados por las AFP (art. 2.6.12.1.6, decreto 2555), ni más del 7% para el caso de los fondos de mayor riesgo (art. 2.6.12.1.7, decreto 2555), pueden estar invertidos en fondos de capital privado. Para el caso de los fondos conservadores, estos fondos no son considerados inversiones admisibles (art. 2.6.12.1.5, decreto 2555).

guradoras⁴³ han significado que el costo de oportunidad marginal de invertir en uno de estos fondos de capital privado sea tan alto que sólo se consideren alternativas de inversión las caracterizadas por una alta rentabilidad esperada, con sesgo negativo y un alto nivel de riesgo, características propias de los títulos de contenido participativo.

Para resolver esta falla práctica, se propone crear una nueva clase de cartera colectiva cerrada con un régimen equivalente al de los fondos de capital privado actualmente en vigencia, cuya política de inversión esté limitada a títulos de contenido crediticio no inscritos en el RNVE. Así mismo, se propone asignar un límite de inversión en los portafolios administrados por las AFP y las compañías de seguros.

Al considerar esta propuesta, se está abriendo la posibilidad de que inversionistas institucionales y calificados tengan acceso a una nueva clase de activo que por sus características puede mejorar la eficiencia de sus portafolios (en el sentido de Markowitz). Además de esto, al contar con dos vehículos separados se está siendo consecuente con las diferencias estructurales de estas dos clases de activos (títulos de contenido participativo y títulos de contenido crediticio sin inscripción en el RNVE).

Finalmente, la asignación discriminada de cupos de inversión soluciona los problemas de selección que en la actualidad se presentan y evita que los inversionistas institucionales se abstengan de invertir en alternativas que, estructuralmente, pueden ser consideradas atractivas y apropiadas para sus portafolios.

V. CONCLUSIONES

De los asuntos analizados en las secciones anteriores, destacamos que la regulación vigente, gracias a las reformas normativas de los últimos años, provee un marco adecuado para fomentar y propiciar un desarrollo eficiente del mercado de capitales, y no consideramos necesario que se expidan normas que deroguen o modifiquen sustancialmente las reglas existentes.

43 Paralelamente a los fondos de pensiones, también se instituyó un límite del 5% en fondos de capital privado para las entidades aseguradoras. Véase el artículo 2.31.3.1.4 del decreto 2555 de 2010, modificado por el decreto 2953 de 2010 (régimen de inversiones de las reservas técnicas de las entidades aseguradoras y las sociedades de capitalización).

No obstante lo anterior y apoyándonos en la evidencia empírica sobre la escasa negociación de deuda privada en Colombia, identificamos que el Segundo Mercado se podría convertir en un propulsor natural y en una puerta de entrada para nuevos emisores, siempre y cuando: a) los trámites de inscripción en el RNVE se simplifiquen, b) la información relevante se comunique exclusivamente a los tenedores de sus títulos y c) la información periódica que debe suministrarse fuera acordada convencionalmente.

Por su parte, identificamos que los principales obstáculos para la participación de los emisores extranjeros, que hasta el momento no han ingresado a nuestro mercado local de renta fija (exceptuando los organismos multilaterales de crédito), son: a) los tiempos y costos asociados al proceso de autorización, b) los costos asociados a la preparación de información relevante, c) el requisito de inscripción en una o más bolsas internacionalmente reconocidas, con respecto a los emisores extranjeros que eligen el mercado colombiano en forma exclusiva o en primer lugar y d) los actuales vacíos en el régimen cambiario colombiano. Si bien los proyectos del Mercado Global Colombiano y la integración de las bolsas de Colombia, Perú y Chile contribuirán al desarrollo y profundización del mercado de renta fija en Colombia, no se alcanzará una verdadera internacionalización hasta que se superen las dificultades anotadas.

Adicionalmente, encontramos que aunque son deseables las reglas vigentes de transparencia y homogenización, es indispensable permitir la creación de nuevos parámetros que pueden resultar atractivos para el mercado, tales como la emisión de títulos cero cupón, con tasa cupón escalonada, o el pago de intereses a período vencido, es decir, con un único pago de intereses al vencimiento.

Finalmente, recomendamos la creación de una nueva clase de carteras colectivas cerradas (similares a los fondos de capital privado), cuya política de inversión contemple la adquisición de títulos de contenido crediticio que no se encuentren inscritos en el RNVE y que les permitan a los inversionistas institucionales invertir en proyectos y compañías a partir del otorgamiento de recursos de deuda.

VI. SÍNTESIS DE RECOMENDACIONES

A continuación incluimos un resumen de las recomendaciones formuladas, clasificadas por tema:

Tema	Recomendaciones
Segundo Mercado	<ul style="list-style-type: none"> • Simplificación de los trámites de inscripción en el RNVE y profesionalización de los asesores en banca de inversión para el Segundo Mercado. • Ampliación del término establecido para el inicio del proceso promocional de los valores a seis meses, con el fin de permitirle al emisor un mejor aprovechamiento de las oportunidades del mercado. • Obligación de revelación de la información relevante exclusivamente dirigida a los tenedores de los títulos y no al mercado en general. • Definición por parte del emisor y el colocador del tipo de información que debe suministrarse y de los medios por los cuales el emisor proporcionará información periódica y eventual a los inversionistas, en respuesta a los requerimientos y expectativas de los inversionistas calificados.
Emisores extranjeros	<p>Con respecto a los emisores listados en otros mercados:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Obligación de divulgar información relevante limitada a las normas de su domicilio principal y del mercado principal en que tienen listados sus valores. • Flexibilización del tiempo de divulgación, siempre que se garantice que tal divulgación sea uniforme y simultánea en los distintos mercados en que el emisor tiene listados sus valores. • Permitir la inscripción en el RNVE de emisores extranjeros cuyos valores no se encuentren listados en otros mercados, con el lleno de todos los requisitos exigidos a los emisores nacionales. • Modificación del régimen cambiario para permitir que los emisores extranjeros abran cuentas bancarias en Colombia, con lo que se facilita la oferta primaria de valores de emisores extranjeros en nuestro país.
Reglas de homogenización	<p>Modificación de las reglas de homogenización para permitir la estructuración de un portafolio más amplio de productos de renta fija, entre ellos:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Títulos de deuda con una tasa cupón escalonada (tasa fija) y títulos de deuda con un <i>spread</i> escalonado (tasa variable). • Títulos de deuda con intereses pagaderos al vencimiento de éstos y títulos de deuda con períodos de gracia. • Títulos cero cupón.
Creación de vehículos de renta fija	<ul style="list-style-type: none"> • Modificar el régimen de carteras colectivas para incluir un nuevo tipo de fondo de inversión en deuda privada exenta de inscripción en el RNVE (<i>private debt fund</i>). • Modificar el régimen de inversión de las AFP y de las compañías aseguradoras para permitirles invertir en estos fondos de inversión en deuda privada.

REFERENCIAS

Libros y artículos

- Courtois, Y., & Jenkinson, T. (2010). *Alternative Asset Valuation and Fixed Income*. CFA Program Curriculum. *Private equity valuation*. Capítulo 47. Charlottesville, Virginia: Pearson Custom Publishing.
- DeFuso, R., & McLeavy, D. W. (2010). *Derivatives and Portfolio Management*. CFA Program Curriculum. *Quantitative Methods for Investment Analysis*. Capítulo 64. Charlottesville, Virginia: Pearson Custom Publishing.
- Fabozzi, F. J. (2004). *Bond markets, analysis and strategies*. Capítulo 3. Upper Saddle River, NJ: Pearson Prentice Hall.
- Sjostrom, W. K., Jr. (2008). The birth of rule 144A equity offerings. *UCLA Law Review*, 56, Los Ángeles, CA.
- Solnik, B., & McLeavy, D. (2010). *Derivatives and Portfolio Management*. CFA Program Curriculum. *Global investments*. Capítulo 66. Charlottesville, Virginia: Pearson Custom Publishing.

Fuentes de Internet

- Bolsa de Valores de Colombia (2010). *Mercados mensual, comportamiento de los mercados en junio*. Bogotá, D.C.: Sarmiento, J. E. y Arciniegas, J. A. Recuperado el 15 de agosto de 2010 de <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/informesbursatiles>.
- Bolsa de Valores de Colombia (2010). *Resultados de las emisiones del 2010*. Bogotá, D.C. Recuperado el 15 de agosto de 2010 de <http://www.bvc.com.co>.
- Garzón, O. (1994, 10 de octubre). Las ventajas del segundo mercado. *Diario El Tiempo*. Consultado el 15 de agosto de 2010 en <http://www.eltiempo.com>.

Normas y conceptos

Colombia

- Congreso de la República. Ley 964 de 2005.
- Junta Directiva del Banco de la República. Circular reglamentaria externa DCIN-83.
- Junta Directiva del Banco de la República. Resolución externa 8 de 2000.

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto 2555 de 2010.
Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto 4087 de 2010.
Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto 653 de 1993.
Sala General de la Superintendencia de Valores. Resolución 400 de 1995.
Superintendencia Financiera de Colombia. Resolución 2375 de 2006.
Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto 2007073511 de 28 de enero de 2008.
Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto 2009088658-002 del 1º de diciembre de 2009.

Estados Unidos de América

Congreso de los Estados Unidos de América. Securities Act de 1933.
Congreso de los Estados Unidos de América. Securities and Exchange Act of 1934.
Congreso de los Estados Unidos de América. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010.
Comisión de Valores de los Estados Unidos de América. Rule 144A, Securities Act of 1933.
Comisión de Valores de los Estados Unidos de América. Forma 6-K para el reporte de información de emisores extranjeros privados bajo las reglas 13a-16 o 15d-16 bajo la Securities Exchange Act de 1934.
Comisión de Valores de los Estados Unidos de América. Forma 8-K para el reporte de información relevante bajo la Sección 13 o 15(d) de la Securities Exchange Act de 1934.

Estados Unidos Mexicanos

Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Circular 11-11 de 1984.
Congreso General de los Estados Unidos Mexicanos. Ley del Mercado de Valores de 2005.

